



TITLE:

# 株式價格構成の原理

AUTHOR(S):

石田, 興平

---

CITATION:

石田, 興平. 株式價格構成の原理. 經濟論叢 1935, 41(6): 853-870

ISSUE DATE:

1935-12-01

URL:

<https://doi.org/10.14989/130660>

RIGHT:

# 京都市大學經濟學會 經濟叢論

第十四卷 第六號

昭和十年十二月一日發行

## 論叢

消費利子の問題……………文學博士 高田保馬  
車稅の基本的問題……………法學博士 神戸正雄

## 時論

産業組合製絲と養蠶農家……………經濟學博士 八木芳之助

## 研究

統計調査論……………經濟學博士 蛭川虎三  
資本制生産の發展と商業關係……………經濟學士 堀新一  
株式價格構成の原理……………經濟學士 石田興平

## 說苑

朝鮮に於ける金爲替本位制……………經濟學士 松岡孝兒  
限界生産力說と新勞銀基金說……………經濟學士 飯田藤次  
古典學派の商業概念について……………經濟學士 松井清

## 附錄

新着外國經濟雜誌主要論題  
本誌第三十一卷乃至第四十卷論題索引  
本誌第四十一卷總目錄

# 株式價格構成の原理

石 田 興 平

## 一、株價構成の基本的理論の課題と本論の問題

株式價格の構成並びに變動の基本的理論は、先づ、非常に複雑な、變轉極まりない變動を示す所の株價現象を如何にして統一的、體系的に把握するかといふことをその中心の問題とする。而して、株價の構成並びに變動に關する具體的事象の研究は、右の問題に對する解決として與へられた理論を基礎として始めて合理的秩序と解明とを得るであらう。

この中心問題解決のために、私は、次の二つの課題を擧げなければならない。即ち、

(一) 株價現象を基本的事實に還元し、そのうちに行はれる株價構成の一般的原理を解明すること。

(二) 株價構成の諸要因を、それらが右の原理の實現に對して如何なる機能的意味を有するかといふ點から統一し、それらに一定の體系を與へること。

斯くて第一の課題の解決によつて、株價現象把握のための經濟學的原理を定立すると共に、第二の課題の解決によつて、その原理に基いて株價現象を現實的に理解するための通路を開くこと

が出来るかと考へる。即ちこの二つの課題の解決こそが、株價現象の統一的體系的把握への基礎を開くものである。

而して本論文の目的とする所は、右の第一の課題を解明することである。

## 二、具體的株價現象の基本的事實への還元とその理由——豫備的操作

現實に、株式の賣買は、主に取引所を中心とする證券流通市場に於てなされるのであるが、その賣買の最も大量的に行はれる代表的市場中樞は取引所に於ける清算取引市場である。だから、この市場で構成される相場は、取引所に於ける實物取引の相場並びに現物商と一般顧客との間に行はれる現物取引の相場を支配する。所で取引所の清算取引は、主に相場の時間的値勘の取得を目的とする投機取引に利用されるから、清算取引の現實の相場は、殆ど全く將來を思惑する投機家達の投機的需要供給によつて左右され、實に變轉極まりない變動を呈して居る。かくの如きが吾々に與へられた現實の具體的株價現象である。

そこで、吾々は、直接には、かくの如き株價現象を對象として研究を進めねばならないのであるが、本論文の課題たる株價構成原理の解明を目標として分析を進めるためには、その豫備的操作として、この現實の株價現象から、一應取引所的ヴェールを取り去ること、即ち、株價現象（具體的株式相場）をその基本的事實たる所謂「實價」乃至「內在價值」(innerer Wert)<sup>1)</sup>に還元することが必要

1) Vgl. W. Prion, Die Preisbildung an der Wertpapierbörse 2. Aufl. 1929, S. 132 ff.

だと考へる。かく考へる方法的理由は次の二點に存する。

第一、取引所相場が思惑的、人氣的關係及び仕手關係或は取引所金融關係等の取引所的要因により影響されて變動する態様に關する限り、株式相場は、取引所に上場せる商品の相場と殆ど異らない。従つてこの點にのみ囚はれては、商品價格の構成と株式價格の構成との本質的區別を把握し得ない。否寧ろ、商品價格構成と區別さるゝ株式價格構成の本質的根據を把握するためには一應かくの如き取引所的要因を捨象することが當面の目的に適ふものと考へざるを得ない。

第二、現實に株式相場を構成する所の需給關係を主に支配する見込乃至人氣は、株價の構成に影響を與へる諸要因に對する見込或は人氣である。換言すれば、見込とか人氣とかいふ心理的なものは、株價構成に影響を與へる客觀的要因を對象として構成され、變動するものである。だから、見込乃至人氣は、それ自體としては、經濟學的に把握されうるものでなく、寧ろ、見込或は人氣によつて、群集心理的に歪められて、その時々々の需給關係に反映する所の客觀的諸要因の作用様式こそが、先づ第一に經濟學的考察の對象とならねばならない。かくて、吾々の論理は、かゝる客觀的諸要因が如何なる原理を通じて作用するかを解明し、次にかゝる原理の作用を一時歪める要因として、思惑的人氣的要因、或は仕手關係乃至取引所金融關係等を考察することを要求すると思はれる。かくしてのみ株價の構成並びに變動を經濟學的に統一的體系的に把握する途が開けるといひ得るであらう。

### 三、株式價格構成の原理

#### A 株式と商品との本質的相違と兩者の價格構成原理の相違

株式の本質は、私の見解によれ

ば、株式會社なる企業を中心とする資本參與關係（或は參與的資本信用關係）を代表せる流通證券であるといふ點に存する<sup>2)</sup>。資本參與關係とは企業に於ける資本形成に、出資の形態に於て金融的に參與せる關係である。資本の所有と機能との分離、從つて資本信用の發展は、證券的資本信用をその機構の生命とする株式會社制度に於て最高の實を結んだといふことが出來やう。所で、かゝる株式會社なる形態をもつ企業に於ける資本の形成は、第一に株式を媒介としてなされ、第二に社債を媒介としてなされる。だから、株式及び社債は證券的資本信用の體化（Verkörperung）乃至金融的資本關係<sup>3)</sup>の體化といひうる。而して、そのうちで、株式は出資による資本信用（資本參與關係、乃至參與的資本信用）を體化し、社債は貸付による資本信用を體化してゐる。

この資本參與關係乃至參與的資本信用はいはゞ株式の内容であるが、この内容が次の形態、即ち流通證券といふ一種の商品的形態をとる點に株式の本質的特徴が存在する。彼の内容とこの形態との統一が株式の本質概念を構成する。而して株式のこの形態の方面、即ちその商品的形態乃至流通性の必然性の究明は、取りも直さず、株式價格構成の必然性の究明であり、これが正に本項の中心問題を形成する。

2) 以下述ぶる株式の本質の規定は私の資本理論に基いてなされてゐる。これに關しては拙稿證券資本主義時代に於ける資本の構造（經濟論叢昭和7年11月）を参照されたい。

3) この概念については前掲拙稿参照

却説、株式は上述の如く、資本參與關係（或は參與的資本信用關係）を體化せるもので、商品の如く使用價值を有する勞働の生産物でない。従つて、株式に關しては、商品に於ける如く、私有的分業生産關係に基く生産と消費との社會的分離といふ事態も存在しない。そこで、商品の價格構成の必然性は、終局的には、私有的分業關係に基く生産と消費との社會的對立から、これを説明し得るのであるが、株式の價格構成の必然性は、かゝる根據から説明し得べくもない。

また、資本家的利潤獲得といふ點より見るも、株式は、資本參與關係を代表するから、これを所有するのみで、利潤の分配に與ることが出来るが、商品に關しては、資本家は、私有的分業關係に基いて必然的ならしめられる商品の生産、流通を擔當する事によつて、従つてその販賣を通じてのみ利潤を獲得することが出来るのである。それ故、營利主義的原理を中心として見ても、商品の流通並びに價格構成の必然性はその生産と消費との社會的對立から生ずるが、株式に關してはこれを所有するのみで、利潤が得られるので、この點からも、その流通並びに價格構成の必然性はこれを説明し得ない如くである。

而して、かゝる事情は、終局には、商品と株式との本質上の相違、即ち商品が使用價值を有する勞働の生産物であるが、株式はかゝるものを有せず、それは、金融的資本關係の特殊なる形態たる資本參與關係乃至資本信用關係を代表するものであるといふ事實に基因するものである。<sup>4)</sup>

## B 株式價格構成の必然性の原理

斯くの如く、株式の流通並びに價格構成の必然性は商品と

4) 更にその相違の社會的根據にまで溯るならば、商品は直接的には商品生産關係、従つて私有的分業生産關係の必然的所産であり、株式は資本信用に基く證券資本主義の産物であるといふ事が出来る。

同じ原理によつて解明し得ないとすれば、それは如何なる根據から、説明さるべきであらうか？  
吾々は、先づ株式の代表する資本參與關係に於て本質的な要因を形成する所の収益性を中心に考察を進めて行かう。

株式の収益性自體が直接に株式の流通並びに價格構成の必然性の根據となるかどうかが第一の問題である。此の間に答へるために、私は次の如き假定による吟味から始めやう。

今、こゝに  $A, B, C, D, \dots, N$  なる諸投資部門があり、この各部門は夫々小文字を以て表はさるゝ諸投資口に分たれるとする。このうち  $A$  を株式なる投資部門とし各種の株式を  $a, b, c, d, \dots, n$  を以て表はし、 $B$  を或る商品の生産部門とし、 $a', b', c', d', \dots, n'$  を以てその商品に従事する企業會社とする（以下これに準ずる）。而して  $A, B, C, D, \dots, N$  の各部門、更に  $a, b, c, d, \dots, n$ 、 $a', b', c', d', \dots, n'$  等々の各投資口に於て収益性も等しく、その確實性乃至危險性も等しい場合、或は収益性が  $R$ 、確實性乃至危險性が  $S$ （収益が現在のまゝで進む確實性を  $1$  を以て表はし、収益が將來確實に増加して行く場合を整数の増加を以て示し、更に現在の収益が將來維持し得ざるか益々減少する危險性を小數の減少を以て表はす）、投下資本額が  $K$  なるとき、 $R, S$  即ち利潤率が均等なる場合、株式の流通従つて價格構成は必然であるか？ また商品の流通従つて價格構成は如何？

かゝる均衡状態の下にあつても、商品に關係する部門に於ては、その平均的な利潤は、一定の價格即ち生産價格に於ける賣買によつて實現されるのであるから、商品の流通従つて價格構成は



不可缺である。

こゝに所謂生産價格とは、生産費プラス平均利潤に於て決定する價格である。周知の如くこの價格説はスミス以來正統學派を中心に唱へられて來たものである。<sup>5)</sup>

この理論の妥當性を維持するためには、各生産部門、各企業に於ける資本移動の完全なる自由を前提とし、更にこの説に於ける生産費の概念を正常生産費(或は均等生産費)の意味に解すべきと考へる。前者は姑く措き後者について述べんに、資本の移動を妨ぐる事情(之は主に固定設備に基く)がなく、更に次々と有利な生産方法或は經營方法が發明されないとすれば同一の生産部門内に於ては、生産方法乃至經營方法は最も有利なる方法に均等化し、従つて生産費の均等化を齎らすといはねばならない。蓋し、より大なる利潤を追求する資本は不利なる生産方法乃至經營方法をすて、最も有利なる方法につくからである。かくて前述の生産價格は、正常生産費プラス平均利潤の意味に解さるべきである。

かく解するときこの理論は次の如く論證される。即ち或る生産部門に於ける商品價格が、その正常生産費に加ふるに他の生産部門よりも高率の利潤を以て決定される事が繼續的に行はれるならば、資本がより低い利潤率の生産部門から引上げられて、有利な部門へ集中する筈である。然るときは、不利な部門に於ては生産が縮小されて供給が減少する所から價格が騰貴し、有利なる部門に於ては、生産が擴張されて供給が増加する所から價格が低落し、結局この一連の變動は各生産部門の價格が夫々正常生産費プラス平均利潤に決定するやうに作用するのである。

所が株式の流通乃至價格構成は、かくの如き均衡狀態の下に於ては、必然的には行はれるものではない。何故なれば、各投資部門更に各投資口に於ける投資、従つて株式部門に於ける  $a b c d \dots n$  なる株式の所有に於て、夫々均等な利潤が分配され、而も確實性も等しいとき即ち利潤率  $\frac{R}{K}$  が均等なるときは、各資本家の利潤追求慾が平等に充足されて居るが故、株式の投資家が株式を手放す必要も、B、C、D  $\dots$  Nの投資家が株式投資に移る必要もなく、またこのことはA部門に於ける  $a b c d \dots n$  についても全く同様であつて、この際に於ける株式の賣買は資

5) Smith, Wealth of Nations, Cannan's ed. Vol. pp. 57—61 Ricardo, Principles pp. 65—69. J. S. Mill, Principles. pp. 451—457.

本家的立場に於ては全く無意味であるからである。かくて、平均利潤率の行はれてゐる均衡状態の下に於ては、株式の流通従つて價格構成は必然的<sup>6)</sup>には生じ得ないといふことになる。

かくして、吾々は、前掲第一の問題<sup>6)</sup>に對する答として、株式のもつ収益性自體からは、直接に株式の流通乃至價格構成の必然性を導き出すことを得ないと結論するのである。

然るに、前述の論議の前提となつてゐる假定、即ち各投資部門各投資口に於て利潤率 $r_s$ が均等なること——換言すれば、平均利潤率の絶對的に支配する均衡状態——が成立するためには、各投資部門各投資口間に於ける資本の移動が完全に自由なること、即ち、平均以上の利潤率を齎らす部門への資本の流入と平均以下の利潤率を齎らす部門からの流出とを妨げる如何なる障害も存在しないことが必要である。従つて、假令經濟の與件が變化しても、各個經濟が自由なる資本の移動によつて、その變化に直ちに適應しうることが前提として必要である。

所が現實には、これに反して資本の移動が困難であり、従つて各個經濟が與件の變化に對する圓滑なる適應性を缺いてゐる。詳言すれば、近代の産業に於ける、進歩せる生産技術の採用と經營規模の擴大との要求のために、各企業經營に於ては、尨大なる固定設備の建設は不可缺でありこれは、一方に於ては、投下せる資本の固定と、他方に於ては、新資本形成の困難、従つて資本移動の困難とをもたらす。

そこで一定の産業部門について或る經濟與件が不利に變化し、例へば需要の減退が生じた場合

價格が低落し、利潤率が平均以下に低下しても、固定設備に投下せる資本を引上げて生産を縮少し、以て損失なく需要の減退に適應することは困難である。従つて、過剰となれる生産設備は、生産の過剰を誘致し競争を激化して、より以上の價格低落を惹き起すか、生産制限せる場合は、單位當り固定費の過重となるか、いづれにしても、その部門に於ける長期に亘る利潤率の低下を不可避ならしめる。

他方、或る産業部門について、經濟與件が有利に變化し例へば需要の増加が起つた場合、價格が騰貴し、利潤率が平均以上に昇つてゐるとしても、直ちにその部門へ資本が流入して、生産擴張が起り、以て需要の増加に對して適應の生ずることは困難である。蓋し、事業の新設または擴張に不可欠な固定設備の建設のためには巨額の資本と長期に亘る年月とを必要とする。そこで、その部門に於ける充分なる餘裕の存在乃至永きに亘る高率利潤の繼續に關する確乎たる見込の立たざる限り、新資本のその部門への流入が困難であり、又若し新資本の投下があつても、固定設備の建設に長期間を要するからである。従つてこの部門に於ては、價格は可成長期に亘つて生産價格以上に維持され、従つて平均以上の利潤率が繼續することとなる。

右の如き事情は、異なる産業部門間のみならず、同一産業部門内の各企業間についてもいひうることで、その結果、同一産業部門内の各企業間に於ける生産方法乃至經營方法の均等化がまたげられて、正常生産費の成立が阻害され、従つて各企業間に於ける利潤率の不均等化が不可避な

らしめられる。

これを要するに、現實には、一方では資本移動の困難のため、各個經濟は經濟與件の變化に速かに適應し得ないのに、他方では經濟與件が絶えず變化してゐる。その結果、各産業部門間のみならず、各企業間に於ける利潤率を不均等ならしめ、またその絶えざる變化を不可避ならしむる。

このことは、右の諸企業が株式會社なるときは、その各株式及び社債の利潤率  $\frac{P}{K}$  の不均等並びにその絶えざる變化となつて現れる。

所が、株式其他の收益證券及び銀行預金等は、諸産業の如き投資部門とは異り、いはば流動的投資部門とも稱すべきもので、それらよりの資本の回收乃至それらへの資本の投下は全く容易に行はれ得、それらの間に於ける資本の移動はたゞ利潤率の高低を中心に圓滑に行はれるのである。そこで各種株式及びその他の流動的投資對象間に於ける、右に論證せるが如き利潤率差等の必然的發生は當然その間に資本の移動を誘發する。即ち、例へば、或株式の利潤率が一般に他の流動的投資對象の利潤率より大なる時は他の投資對象の資金がそれを去つて當該株式に殺到する。此の際、前者への資金の流入は株式の買と云ふ形態をとつて現はれ、又後者が株式又は其他の收益證券である時は、株式又は其他の收益證券の賣として現はれる。逆に、或株式の利潤率が一般に他の流動的投資對象の利潤率より少い時は、その株式の所有者は之を手放して利潤率の大なる他の投資對象に走らんとする。此の際、前者よりの資金の回收は、株式の賣といふ形態をと

つて現れ、後者が株式又は公社債である時はその買として現はれる。斯くして、株式及び其他の流動的投資對象の間に於ける利潤率の差等によつて惹き起される資金の移動は、株式及び其他の證券にあつては、その賣買の形態をとつて現れ、從つてこゝに株式價格及び他の證券價格が構成されるのである。

此の際、例へば株式aに於ける利潤率が平均以上であるとすれば、利潤率の平均以下の流動的投資對象の資金が平均以上の利潤率をもたらしめてゐる株式aに殺到して、aに對する買となつて現れ、その結果株式aの價格が騰貴し、株價に對する利潤の割合即ち利廻りが低落する。而して此場合、株式aに對する需要の増加が著しく、從つて株價の騰貴が甚だしい時は、其の利廻りの低落もそれだけ著しいのであるが、此の利廻りの低下が平均利潤率以下になれば、資金は「賣」の形に於て此の株式を去り、こゝに株價の低落を惹き起す。かくて、此の株式aを中心とする資金の移動即ち賣買は、その價格に對する利潤の割合が平均利潤率に等しい點に價格が決定するやうに作用するのである。斯くて、吾々は、株式及び其他の流動的投資部門間に各投資對象間に於ける利潤率の差等の發生を契機として生ずる資金の移動、從つて株式及び其他の諸證券の賣買流通は、利潤率均等化法則の作用形態であり、株式其他の収益證券の價格形態は利潤率均等化法則の現象形態であるといふ事が出来る。

尙、前述に述べた利潤率 $\frac{R_s}{K}$ について、更にもう一つの要素即ち投資對象の流動性を加味して考へる必要がある。蓋し、前

7) こゝに展開した理論は、筆者が嘗て Hilferding (Das Finanzkapital S. 162 ff.) からヒントを得てこれを構成し、可成り不完全な形態であつたが、經營と經濟第3卷第3號(昭和7年3月發行)に發表した所のものである。その後この理論は殆どそのまゝ一二の著者によつて採用されるところとなつた。井尻固著株式相場觀測の原理と實際、I-II頁(昭和7年8月)小汀利得著株式と相場の知識190-196頁(昭和9年7月)

述の箇所に於ては、資本の流動性が等しく完全なことを前提してゐるが故、それを考慮する必要はなかつたが、流動性の度合が問題となることは、これを考慮する事が必要であるからである。扱て、投資對象の流動性とは投資對象への投資及びそれよりの資金の回収の容易さの度合であるが、その流動性の大きなものは、その對象への投資に於て、収益が減少し或は資本を失ふ危険のある時は、直ちに之より資金を回収してその危険を免れる事が出来、反對に流動性の少いものはその危険から免れる事が困難である。そこで、投資對象の流動性の大小は逆比例的に投資の危険性の大小に影響するといはねばならない。

そこで投資對象の流動性を $D$ とすれば利潤率は、 $\frac{R_{S.E.}}{K}$ を以て現すことが出来る。

扱て、株式、公社債等の収益證券に於ては、それへの投資及びそれよりの資金の回収は、賣買の形態をとり、價格構成を伴ふのであるから $R_{S.E.}$ が不變でもその時々々の投資の際に於ける價格の如何により投資額 $K$ 従つて、利潤率 $\frac{R_{S.E.}}{K}$ に變化を免れず、又資金の回収に際しても賣の價格の如何によつて其の回収資金の大きさに増減があるからこゝに資本の安定性を缺く。

然るに、銀行預金に於ては投資及び資金の回収は賣買の形態をとらず、従つて價格構成を伴はないから、證券に於けるが如く、投資の時の如何によつて、 $K$ の變化から、利潤率 $\frac{R_{S.E.}}{K}$ の變化を來すといふ事はない。また、資金の回収に際しても、その回収資金の大きさに増減を生ずることもないから、投資の安全性は完全に近いと云はねばならない。更に投資の流動性も、定期預金を除いては、殆ど完全である。従つて預金の利潤率 $\frac{R_{S.E.}}{K}$ は殆ど完全に近くその利率に現はれて居るといひ得る。尚、預金は、その資金収容力が非常に大きく、且つ廣範な振替制度、手形交換制度、再割引制度等により金融の弾力性大なるがため、投資界に於ける資金プールの如き觀を呈してゐる。

8) 我が國の實業界に於て、近時、定期預金證券を當座借越契約の根抵當とし、必要の際には、當座借越をし、平常は高い利率の定期預金で利殖するといふ方法が行はれてゐると聞く。これは定期預金の流動化として注目すべきことである。

る。従つてその利率は、少々の資金の流出入のために一々變動を示す事なく、たゞ金融界の大勢に従ふが故に、それはかなり長期に亘る安定性を有してゐる。それ故に預金の利潤率  $\frac{R_{SF}}{K}$  は他の投資部門に比し比較にならぬ程の安定性を有してゐるといふ事が出来やう。

上述の如く、預金<sup>9)</sup>は投下資本の回収が安全、且つ確定的であり、その利潤率  $\frac{R_{SF}}{K}$  が長期に亘つて安定的であるがため、投資対象としては、最も安全、且つ安定的なものである。之に加ふるに金融の弾力性大にして預金の資金収容力が無限に近きことは、預金をして投資界に於けるプール或は資金の投資的安息所の如き地位にたゞしめるのである。

それ故、若し、他の流動的投資対象例へば株式 a の利潤率  $\frac{R_{SF}}{K}$  が預金より低い時は、その株式に投資されてゐる資金はそれを去つて預金となり、又他の株式又は公社債の利潤率  $\frac{R_{SF}}{K}$  が預金の利率よりも高い時は、預金となつてゐる資金はこれより引出されて、それらの證券の買として殺到する<sup>10)</sup>。斯くの如く投資界に於ては、預金の利率に對する他の諸流動的投資対象の利潤率  $\frac{R_{SF}}{K}$  の偏差の發生を契機として預金なる投資部門を中心に資金の移動が生じ、従つて投資対象たる株式其他の證券の賣買が起り、その價格が構成されるのである。

斯くて既に述べた如く利潤率均等化法則の作用として證券従つて株式の賣買流通が生じ、又その現象として證券従つて株式の價格が構成されるといふ事は、現實には預金の利潤率  $\frac{R_{SF}}{K}$  たる利率に對する證券の利潤率  $\frac{R_{SF}}{K}$  の偏差の發生といふ「利潤率均衡の攪亂」を契機として利潤率

9) 私はこの問題になる預金を以てケーンズの所謂貯蓄預金 Saving-deposits と同じものを意味させたい。この貯蓄預金とは支拂をするためのもの(ケーンズは之を Cash-deposits と呼ぶ)でなく貯蓄を利用する一の方法として即ち投資として保有される銀行預金である。J. M. Keynes: A Treatise on Money, 1930, Vol. I, p. 36.

10) 明確には言明されてゐないが、これと似通つた思想がケーンズの貨幣論に

均等化法則が作用し、こゝに證券従つて株式の賣買流通を惹き起しつゝ證券従つて株式の利潤率  $\frac{R.S.F}{K}$  が預金の利潤率  $\frac{R.S.F}{K}$  たる利率に等しくなるやうに價格を構成せしむるといふ形に於て現れるのである。

是を以て之を觀れば、資本主義的經濟循環に於ては平均利潤率に於て均衡しやうとする法則或は利潤率均等化法則なるものが絶えず潜在的に働いてゐるのであつて、此の法則は、與件の變動乃至攪亂的要因の發生する時は、之に對應して平均利潤率に於ける均衡狀態を回復せんとする適應的變動として現れるものである。<sup>11)</sup>

然るに、近代の産業に於いて、尤大なる固定設備の不可缺なる事は、諸産業部門の諸企業間に於ける資本の移動を困難ならしめ、斯くて、企業的資本關係の領域<sup>12)</sup>に於ては、諸企業間の利潤率均等化の作用を著しく障害し、従つて此の領域に於ては與件の變動乃至攪亂的要因の發生に對する經濟の適應性、即ち利潤率均等化法則による均衡狀態回復への適應力が著しく減殺されるのである。斯くて、諸産業部門の各企業に於ては或程度の利潤率の不均等は避くべからざる現象となる。その結果は、金融的資本關係の領域に於ける株式及び社債の利潤率の不均等を誘致する。ところが株式、社債、其他の流動的投資部門に於ける資金については、原則的には其移動を妨ぐべき如何なる事情も存在しないので、資本の圓滑なる移動を媒介としてのみ作用する利潤率均等化の法則は、こゝでは諸投資對象間の利潤率不均等並びに變動を契機として、株式其他の證券の流

散見してゐる。例へば前掲書 Vol. I, p. 38. 参照  
11) 與件の變動と經濟の適應に關する一般的考察は、中山伊知郎氏著純粹經濟學第3章(131頁以下)に見事に展開されてゐる。この問題に關する私の見解は資本主義經濟社會に於ける經濟の適應運動を利潤率均等化法則の作用として説く點に存する。この點 Hilferding: Das Finanzkapital に影響さるゝ所多い。  
12) 拙稿證券資本主義時代に於ける資本の構造(經濟論叢昭和7年11月號)参照



通從つて株式其他の證券の價格構成といふ現象となつて現れ、かくて企業的資本關係の領域に於て阻まれた適應的變動は金融的資本關係の領域に姿を變へて現はれるといふ事が出來やう。

### C 株式價格の量的決定

株式價格が如何なる點に決定せられるかといふことは、株式價格構成の第二の問題であるが、これが解答は第一の問題の解明の中に略々與へられてゐる。だから、こゝでは簡単な要約をなすに止める。

株式價格は、株式會社たる企業の利潤によつて左右される各株式の収益性  $R.S.F.$  の一般預金利率  $Z$  による資本還元 ( $Kapitalisierung$ ) 即ち  $\frac{R.S.F.}{Z}$  に於て決定する傾向を有す。<sup>13)</sup> この命題の論證は次の如くである。

(一) 若し株價がこれより高く決定するときは、この場合の株式の利潤率は預金の利潤率即ち利率よりも低くなる。

即ち今、 $\frac{R.S.F.}{Z}$  を以て決定する株價を  $K_a$  とし、それより高く決定する株價を  $K_a'$  とする。而して  $K_a = \frac{R.S.F.}{Z}$  であるから  $Z = \frac{R.S.F.}{K_a}$  である。(株價が資本還元額に於て決定する場合は、株式の利潤率は利率に等しい) 所が  $K_a' > K_a$  なるときは、 $\frac{R.S.F.}{K_a'} < \frac{R.S.F.}{K_a}$  であり従つて  $\frac{R.S.F.}{K_a'} < Z$  となる。

然るときは、資金は、その株式を引き上げて預金に殺到する。そこでその株式の供給が増加して、その株價が下落する。

(二) 若し、株價が資本還元額より低く決定するときは、この場合の株式の利潤率は預金の利率よ

13) 證券從つて株式の價格が當該證券の収益性の利率による資本還元額に決定するといふ思想は通説となつてゐる。例へば W. Prion, Die Preisbildung an der Wertpapierbörse. 2. Aufl. 1929. S. 136. O. Donner, Die Kursbildung am Aktienmarkt: V. z. K. Sonderheft. Nr. 36, S. 5 ff. Ders. Unternehmungs-ertrag und Zins als Faktoren des Aktienmarkts, in Weltwirtschaftliches

りも高くなる。

即ち、この低く決定する株價を  $Ka''$  とすれば、 $Ka'' < Ka$  なるときは、 $\frac{R.S.F}{Ka''} > \frac{R.S.F}{Ka}$  であり、

所が  $\frac{R.S.F}{Ka} = Z$  なる故、 $\frac{R.S.F}{Ka''} > Z$  となる。

然るときは、資本は利益少なき預金を去つて株式に向ふ。そこで株式の需要が増加してその株價が騰貴する。

以上の如く、株價が資本還元額より高くなれば、それを低落せしむる作用を惹き起し、株價がそれより低くなれば、それを騰貴せしむる作用を誘致する。かくして株價は結局、資本還元額に落付く傾向を有するといはねばならない。

所が實際界に於ては、安全率(逆にいへば危険率)の大小に従つて資本還元率を加減して採算をたてるのが通例である。この事實は、如何説明さるべきであるか? これは次の數式の展開から容易に理解出来る。即ち

$$Ka \text{ (株價)} = \frac{R.S.F}{Z} = \frac{R}{\frac{Z}{\frac{I}{S.F}}} = \frac{R}{\frac{Z}{S.F}}$$

かくの如く、本來  $R$  に加味するべき  $S.F$  が實際界に於ては、その逆數を以つて  $Z$  に加味されてゐるといふことが了解される。

## 四、結 論

既に述べた如く、本稿は株式價格構成原理の解明を目的としたのであるが、この課題の解決のために、吾々は先づ具體的株價現象から取引所のヴェル―を取り去り、残された基本的事實について考察を進めた。そして、豫備的考察として、株式の本質を解明し、以て商品との本質的區別を明かにし、商品價格構成の終局的根據を以てしては、株式價格構成の必然性を説明し得ざる所以を述べ、更に進んで、平均利潤率の支配する均衡狀態の下に於ては、商品ならば流通並びに價格構成の必然性を有するが、株式については、かゝる必然性の存せざる旨を論證したのである。

次に積極的な考察として、諸投資部門、諸投資對象間に於て利潤率の不均等變化の必然的な所以と所謂流動的投資對象間に於ける資本の移動の自由なる所以との説明から出發して、利潤率均等化の法則は、諸投資對象間に於ける利潤率の不均等の發生を契機とし、資本の移動を媒介として、證券、從つて株式の價格構成を必然的ならしむるといふ旨の説明を展開した。更に、先づ銀行預金の投資界に於ける意義並びにその利率の性質を解明し、次いで、前述の利潤率均等化の法則は、株式（乃至其他の證券）の利潤率の銀行預金利率よりの偏差の發生を契機として作用し、株式價格（乃至其他の證券價格）を、株式の利潤率が預金利率と等しくなるやうに決定すると述べた。そして最後に株價の量的決定が株式の収益性の預金利率による資本還元額に於てなさるゝ旨の論證

を展開した。

株價構成の原理に關する上述の解明は、併し乍ら、二重の意味に於て抽象的であり、從つて、そこにまた、本論の限界が存する。即ち、右の考察は取引所の要因から抽象されて居り、更に株價の決定要因なる資本還元要因のうち、殊に収益的要因の決定に與る諸要因が考慮の外に置かれてゐる。今前者に關しては姑らく措き、後者について考ふるに、價格構成の必然性が利潤率の差等の發生を契機とする利潤率均等化法則から解明されること並びに價格が収益性の資本還元額に決定するといふことは、株式以外の證券の價格構成についてもいひうる。そして價格構成上株式とそれ以外の證券とを區別するものは、その収益的要因を決定する諸要因並びにそれらの作用様式の相違に外ならぬから、株價自體の構成に關する考察は、當然それを決定する諸要因及びそれらの作用様式の考察を含まねばならない。然るに、本稿に於ては、既に述べたる如く、その論述は、これを意識的に割愛した。それは一に便宜上の理由に基く。株價構成に於いて、資本還元を決定する所の上記の諸要因並びに、之を歪めて現實の相場を構成する所の諸要因（取引所の要因）並びにそれらの作用様式の體系の考察は株價構成の基本的理論の第二部を形成する。これが發表は又の機會に譲りたいと思ふ。